

内容摘要

经济全球化使各国均受益匪浅。但在享受全球化带来利益的同时也面临着日益凸显的国际金融风险。这是本文展开讨论的大背景前提。目前发展中国家在货币可兑换方面基本进入货币资本项目可兑换改革。发展中国家货币资本项目可兑换改革的路径和模式应如何,一直是众多经济学家关注的问题。十多年前自由市场理论占据主导地位,倡导尽快尽早取消管制。经历多次金融危机尤其是东亚金融危机后,经济学家的思考变得更为理性。目前,大多数人认同在一般情况下,渐进式资本项目自由兑换改革有其理论和实证依据。加强金融监管、加强宏观经济政策的协调有效是这项改革的前提和重点。围绕这一主题和论点,笔者尝试运用各种方法和较新的素材进行了多角度、多层次、纵深的分析论证。

第一章全面阐述了货币可兑换的基本层面问题。包括货币可兑换的内容和层次,经常项目可兑换和资本项目可兑换实现程度的现状,以及其经济效应分析,以期对货币可兑换作一宏观和系统把握。

第二章是全文的核心,围绕本论文的中心论点从多层面、全方位进行理论和实证探讨。在国际金融风险普遍存在这一大背景下,论证发展中国家实现货币资本项目可兑换的渐进性。本章尝试运用了较新的博弈论和信息经济学方法,以及较丰富新颖的理论和实证素材来进行论述。第一节是引言,提出本章及全文要论述的问题;第二节是理论分析,从理论高度来阐明一般情况下发展中国家对资本项目的开放应持谨慎和渐进的态度;第三节总结发展中国家的实践模式,归纳出实际经验和教训;第四节以近期的亚洲金融危机为背景,用博弈论和信息经济学的方法推导出资本项目可兑换在一般情况下应视为渐进的过程,冒进往往会导致严重后果;第五节得出结论,并总结出成功实现资本项目可兑换所需具备的条件。

第三章将问题最终落实到我国人民币资本项目可兑换问题上。首先对包括人民币可兑换改革的历程作一总结回顾,再就目前人民币资本项目可兑换时间表安排进行分析,指出我国目前尚不具备资本项目自由兑换的条件,还应从完善金融体制、增强宏观经济政策的协调性、有效性等方面积极着手准备。

关键词:

货币资本项目可兑换 金融风险 道德风险 过度借贷综合症 渐进式

目 录

内容摘要.....	i
第壹章 货币可兑换概述	
第壹节 货币可兑换的概念	1
第贰节 货币可兑换的经济效应分析	10
第壹章 国际金融风险普遍存在下发展中国家货币资本项目的可兑换	
第一节 引言	13
第二节 理论分析	16
第三节 实证分析之一：发展中国家实现资本项目可兑换的模式.....	22
第肆节 实证分析之二：实行资本项目管制的博弈分析.....	31
第伍节 结论：成功实现货币资本项目可兑换所需具备的条件	38
第壹章 我国人民币可兑换的进程	
第一节 人民币可兑换进程回顾.....	40
第二节 人民币可兑换进程前瞻.....	44
参考文献.....	I

第一章 货币可兑换概述

本章在整个论文中属理论基础和背景介绍部分,涉及到货币可兑换最基本的层面 首先理解何为货币可兑换,包括哪些内容和层次;进而对经常项目可兑换和资本项目可兑换实现程度的现状作一概括;最后较全面地分析货币可兑换引致的经济效应。

第一节 货币可兑换的概念

一 货币可兑换的定义

货币可兑换所指对象伴随着国际货币体系的演变而发生变化。在金本位时期,它指的是一国铸币按规定的含金量与黄金兑换;布雷顿森林体系时期,则是通过美元与黄金挂钩,经由一国纸币与美元之间的兑换来间接实现货币可兑换;在当今的信用货币体系下,则指一国货币与国际货币(如美元等)的自由转换能力。

国内外许多辞典文献中均对货币可兑换下了明确的定义。如《简明牛津词典》的定义是:“指兑换成黄金或美元的货币”;《经济新语词典》则认为:“货币可兑换是指各国外汇当局允许通货相互交换”其中,较为具体完整的定义有以下几个:其一,由格林沃尔德主编的《现代经济词典》认为:“货币可兑换是指一国通货的持有者可以为任何目的而将所持有的通货按汇率兑换成另一国通货的权利。在通货完全自由兑换的情况下,即使在国际收支出现逆差的时候,也保证持有任何国家通货的任何人享有无限制的通货兑换权。”我国学者田真庸认为:“货币可兑换指任何持有人都可以自由地按固定或浮动的自由市场汇率将本币换成主要国际储备货币,货币自由兑换权属于任何持有人,而义务则由该货币发行国的货币管理机构所承担;货币兑换的价格是由市场供求关系决定的汇率;货币兑换的准备货币是美元、马克、英镑、日元、瑞士法郎等;货币金融管理机构并不承担本币兑换成所有可兑换货币的义务。”¹对比二者的定义,对货币可兑换的含义大体相同,但由于所处国度不同,造成二者对货币自由兑换程度和国家在货币自由兑换中的地位和作用等方面思维上的差异。

综上所述,货币可兑换是指一国通货持有者不受限制地按市场汇率将该种货币自由兑换成另一种通货的权利。这种不受限制的程度和范围决定了货币可兑换实现的程度和范围。货币可兑换的基本特征是“民间的分散的自由个体拥有外汇支配和运用权”;其对立面是外汇管制,即“被集中的垄断的国家的汇兑控制权和支配权所取代”。²

二 货币可兑换包括的层次、内涵

从上述货币可兑换的定义可以看出,各国学者对货币可兑换应囊括的程度、层次认识不一。大致可分为以下三种:第一,认为货币可兑换是一动态的持续演变过程。如董寿昆认为:“货币自由兑换既是货币兑换运动的结果,又是货币兑换运动不断推进的和持续的过程。”³“货币自由兑换的最高形态和阶段是一国货币当局在任何情况下保证持有任何国家通货的任何人享有无限的通货兑换权。”⁴第二,认为货币可兑换包括三种形态,即:经常项目可兑换

¹ 田真庸,《国际金融导刊》,1993,1,第14页

² 董寿昆,《货币自由兑换理论与实践——国际货币流通论》,第21页,中国金融出版社,1997年版

³ 董寿昆,《货币自由兑换理论与实践——国际货币流通论》,第44页,中国金融出版社,1997年版

⁴ 同上,第26页

资本项目可兑换以及国内可兑换 支持这一说法的学者颇多, 如景学成等人主张: “应逐步实现人民币在经常项目 资本项目上的自由兑换, 以及国内居民外汇资产的自由兑换”⁵ 又如张幼文等研究员提出: “全面的货币自由兑换除国际收支经常项目 资本项目自由兑换外, 还包括境内自由兑换。”⁶ 第三, 将货币可兑换区分为经常项目可兑换和资本项目可兑换。

笔者赞成第一种和第三种观点 既将货币可兑换看成一种动态持续发展的过程, 又将其大致划分为两个层次: 即经常项目的可兑换和资本项目的可兑换 之所以不将货币对内可兑换单列出来, 是因为这一形态不具有一般性意义 具备上述两种层次的国家, 一般来说都允许货币的对内可兑换 有鉴于此以及后文研究方便之需, 本文将货币可兑换的层次限为此两种。

对于经常项目的可兑换, 国际货币基金组织协定第 8 条款第 2 3 4 节作出了明确规定 归纳起来, 一种货币实现经常项目的可兑换应满足以下三个条件: 第一, 成员国对经常项目下交易的资金支付和转移不加限制; 第二, 不实行歧视性货币安排或多重汇率制; 第三, 随时有义务按其他成员国的要求兑换其经常项目往来中结存的本国货币。

但 IMF 对资本项目的可兑换无管辖权, 因而也无明确定义 协定第 6 条第 3 节指出: “成员国可对国际资本流动采取必要的控制, 但任何成员国对这类管制的实施不得限制经常性交易的支付或过分延迟资金的转移以及各项承诺的交割。”

一种货币同时实现了经常项目和资本项目的可兑换被称为实现了全面可兑换 但这一含义太广而几乎失去了其意义 因而, 将货币可兑换看作一持续发展的动态过程, 是对货币兑换过程中各项限制的逐步取消反倒更贴近货币可兑换的真正含义 随着货币可兑换进程的发展, 目前货币资本项目的可兑换已成为越来越为人们所重视的课题。

三 IMF 成员国货币可兑换的现状

截至 1998 年 9 月 1 日, IMF 共有 182 个成员国⁷ IMF 的宗旨之一是促进国际贸易不断实现平衡增长 为此, 基金组织致力于推动 保持高就业和高实际收入水平, 协助成员国建立经常性交易的多边支付体系 为实现上述目标, IMF 采取的措施之一是鼓励成员国接受国际货币基金组织协定第八条第二 三 四款规定的义务 一旦接受该条款, 成员国就应履行本国货币经常项目可兑换的义务 综观货币经常项目可兑换的进程, 90 年代前成员国对第八条条款的接受较为缓慢 但从 1993 初开始, 基金组织工作人员加强了这方面的工作 到 1998 年 6 月, 已有 145 个成员国接受第八条义务, 其中 70 个国家是在 1993 年以后接受的⁸ 更为详细的资料可以从 International Financial Statistics Yearbook 1997 中得到 (此时只有 140 个国家接受), 其时间表如下:

成员国	接受时间	成员国	接受时间
安提瓜和巴布达	1983, 11, 22	黎巴嫩	1993, 7, 1
阿根廷	1968, 5, 14	立陶宛	1994, 4, 3
亚美尼亚	1997, 5, 29	卢森堡	1961, 2, 15
澳大利亚	1965, 7, 1	马达加斯加	1996, 9, 18
奥地利	1962, 8, 1	马拉维	1995, 12, 7

⁵ 景学成, 王建华, 人民币可兑换性理论与政策探索, 第三页, 中国金融出版社, 1996 年版

⁶ 张幼文, 王如忠, 人民币走向自由兑换—理论与现实的思考, 国际金融研究, 1995, 5, 第 38 页

⁷ 国际货币基金组织, 国际货币基金组织概览, 第 8 页, 中国金融出版社, 1999 年版

⁸ 同上, 第 14 页

巴哈马	1973, 12, 5	马来西亚	1968, 11, 11
巴林	1973, 3, 20	马里	1996, 6, 1
孟加拉	1994, 4, 11	马耳他	1994, 11, 30
巴巴多斯	1993, 12, 3	马绍尔群岛	1992, 5, 21
比利时	1961, 2, 15	毛里求斯	1993, 9, 29
伯里兹	1983, 6, 14	墨西哥	1946, 11, 12
贝宁	1996, 6, 1	密克罗尼西亚	1993, 6, 24
玻利维亚	1967, 6, 5	摩尔多瓦	1995, 6, 30
博茨瓦纳	1995, 11, 17	蒙古	1996, 2, 1
婆罗亚	1995, 10, 10	摩洛哥	1993, 1, 21
布基纳法索	1996, 6, 1	纳米比亚	1996, 9, 20
喀麦隆	1996, 6, 1	尼泊尔	1994, 5, 30
加拿大	1952, 3, 25	荷兰	1961, 2, 15
中非共和国	1996, 6, 1	新西兰	1982, 8, 5
乍得	1996, 6, 1	尼加拉瓜	1964, 7, 20
智利	1977, 7, 27	尼日尔	1996, 6, 1
中国	1996, 12, 1	挪威	1967, 5, 11
科摩罗	1996, 6, 1	阿曼	1974, 6, 19
刚果	1996, 6, 1	巴基斯坦	1994, 7, 1
哥斯达尼加	1965, 2, 1	巴拿马	1946, 11, 26
科特迪瓦	1996, 6, 1	巴布亚新几内亚	1975, 12, 4
克罗地亚	1995, 5, 29	巴拉圭	1994, 8, 22
塞浦路斯	1991, 1, 9	秘鲁	1961, 2, 15
捷克	1995, 10, 1	菲律宾	1995, 9, 8
丹麦	1967, 5, 1	波兰	1995, 6, 1
吉布提	1980, 9, 19	葡萄牙	1988, 9, 12
英属多米尼加	1979, 12, 19	卡塔尔	1973, 6, 4
多米尼加共和国	1953, 8, 1	俄罗斯	1996, 6, 1
厄瓜多尔	1970, 8, 31	圣克里斯托弗和尼维斯联邦	1984, 12, 3
萨尔瓦多	1946, 11, 6	圣卢西亚	1980, 5, 30
几内亚	1996, 6, 1	圣文森特和格林纳丁斯	1981, 8, 24
爱沙尼亚	1994, 8, 15	圣马力诺	1992, 9, 23
斐济	1972, 8, 4	沙特阿拉伯	1961, 3, 22
芬兰	1979, 9, 25	塞内加尔	1996, 6, 1
法国	1961, 2, 15	塞舌尔	1978, 1, 3

加蓬	1996, 6, 1	塞拉利昂	1995, 12, 14
冈比亚	1993, 1, 21	新加坡	1968, 11, 9
乔治亚	1996, 12, 20	斯洛伐克	1995, 10, 1
德国	1961, 2, 15	斯洛文尼亚	1995, 9, 1
加纳	1994, 2, 21	所罗门群岛	1979, 7, 24
希腊	1992, 7, 7	南非	1973, 9, 15
格林纳达	1994, 1, 24	西班牙	1986, 7, 15
危地马拉	1947, 1, 27	斯里兰卡	1994, 3, 15
几内亚	1995, 11, 17	苏里南	1978, 6, 29
几内瓦	1997, 1, 1	斯威士兰	1989, 12, 11
圭亚那	1966, 12, 27	瑞典	1961, 2, 15
海地	1953, 12, 22	瑞士	1992, 5, 29
洪都拉斯	1950, 7, 1	坦桑尼亚	1996, 7, 15
匈牙利	1996, 1, 1	泰国	1990, 5, 4
冰岛	1983, 9, 19	多哥	1996, 6, 1
印度	1994, 8, 20	汤加	1991, 3, 22
印度尼西亚	1988, 5, 7	特立尼达和多巴哥	1993, 12, 13
爱尔兰	1961, 2, 15	突尼斯	1993, 1, 6
以色列	1993, 9, 21	土耳其	1990, 3, 22
意大利	1961, 2, 15	乌干达	1994, 4, 5
牙买加	1963, 2, 22	乌克兰	1996, 9, 24
日本	1964, 4, 1	阿拉伯联合酋长国	1974, 2, 13
约旦	1995, 2, 20	英国	1961, 2, 15
哈萨克斯坦	1996, 7, 16	美国	1946, 12, 10
肯尼亚	1994, 6, 30	乌拉圭	1980, 5, 2
基里巴斯	1986, 8, 22	瓦努阿图	1982, 12, 1
韩国	1988, 11, 1	委内瑞拉	1976, 7, 1
科威特	1963, 4, 5	西萨摩亚	1994, 10, 6
吉尔吉斯斯坦	1995, 3, 29	也门	1996, 12, 10
拉托维亚	1994, 6, 10	津巴布韦	1995, 2, 3

资料来源：International Finance Statistics Yearly Book 1997, edited by IMF, page 12

IMF 对各国货币的资本项目可兑换不享有管辖权 在 1997 年 9 月 IMF 香港年会上, IMF 就资本流动自由化和 IMF 作用问题展开讨论, 临时委员会发表了“关于修改协定实现资本自由流动的声明”该声明提请执行董事会完成基金组织协定的修改工作, 使资本流动自由化成为 IMF 的宗旨之一, 以相应扩展 IMF 的管辖权 但与会者之间存在分歧, 所以并未达成正式协议, 未增添该项管辖权 但是, 资本项目的开放已成为一种国际潮流, 到 1995 年底, 所

有工业化国家均已实现了资本项目的可兑换。在 1973 年后普遍采用浮动汇率制后，工业化国家相继加速实现资本项目的可兑换，时间顺序大致为：德国、瑞士和英国在 70 年代末；澳大利亚、新西兰在 80 年代初；其他大多数工业化国家在 80 年代末⁹。相比之下，只有少数发展中国家在 80 年代末消除了对资本流动的控制。到 90 年代初，这种格局似乎发生了重大变化，即多数发展中国家开始转向实行资本项目的自由化。到 1994 年底，至少有 11 个国家，即阿根廷、哥斯达黎加、圣萨尔瓦多、印度尼西亚、格林纳达、圭亚那、牙买加、巴拉圭、秘鲁、特立尼达和多巴哥、委内瑞拉等完成了资本项目的自由化。1991-1993 年，有 12 个国家放松了对长期证券投资流入的限制，3 个国家放松了对短期证券投资流入的限制，如巴西、哥伦比亚、以色列、马里和毛里求斯对到国外去购买长期或短期证券所实行的汇兑管制进行了放松或取消了管制。几乎所有发展中国家都不再进一步加强对到国外进行证券投资或直接投资的限制。阿尔及利亚、智利、印度、韩国等 10 多个发展中国家对商业银行的外汇业务实行了自由化，其具体措施包括放松对外汇收入上缴的规定、对远期外汇交易的自由化等。¹⁰

综观经常帐户和资本项目开放的历程，可以看出，工业化国家无论在经常项目还是在资本项目上都实现了可兑换，达到了货币的完全可兑换。多数发展中国家也接受了国际货币基金组织第八条款的内容。因而，IMF 认为，“资本帐户的开放问题从现在开始已明显成为一个发展中国家的经济问题。”¹¹

这里特别指出，许多发展中国家在实现经常项目可兑换时，存在逐步实现而非一步到位的现象，如普遍存在及我国也实行的银行结售汇制等，也可称为有管理的可兑换。渐进的时间表安排是在主权国家与 IMF 等国际组织讨价还价过程中争取而来的均衡结果。“这里涉及到对包括国际货币基金组织有关条款在内的国际惯例的认识。现存国际惯例具有双重性质：从一方面看，相当部分的国际惯例条款规定的确体现了国际经贸活动与国际分工的某些一般性，反映了经济国际化或一体化的内在要求；对于这些国际惯例，我国在实行对外开放，参加国际经贸与国际分工中，应当尽量予以遵守，力争在国情国力许可的条件下与国际经济接轨。但从另一方面看，有的国际惯例，是在个别大国操纵下形成的；对某些国际惯例的解释权，也是掌握在个别大国或发达国家手中，在相当程度上于大多数发展中国家不利。对于这些国际惯例，我们既要同广大发展中国家一起，逐步加以破除，建立符合绝大多数国家利益的新准则，又要在现有条件下，通过有组织有管理的讨价还价，尽量争取到有利于我国利益的条款国安排或解释。”¹² 将该思路引申至货币可兑换的更高层面即资本项目的可兑换上来，也不失其适用性。这一观点是货币可兑换之所以要渐进实现的基本理论和背景依据，属于外因。明确这一点后，进而要选择改革模式、步骤、内容、配套改革等其他具体方面，要采取“渐进管理、有步骤的改革模式”，和“逐个放开、加强管理”，“成熟一个放开一个”的策略¹³。

⁹ 罗平编译，货币可兑换和金融部门改革——国际货币基金组织的分析框架及作法，第 117 页，中国金融出版社，1996 年版。

¹⁰ 张礼卿，论发展中国家的资本帐户开放，国际金融研究，1998，3，第 6 页。

¹¹ 同上，第 5 页。

¹² 邓力平，当前应实行人民币经常项目下有管理的可兑换，金融研究，1996，11，第 42 页。

¹³ 邓力平，当前应实行人民币经常项目下有管理的可兑换，金融研究，1996，11，第 43 页。

第二节 货币可兑换的经济效应分析

一 经常项目可兑换的经济效应

在外汇管制的条件下，国际贸易呈双边贸易格局，每个国家均受外汇限制，需考虑与另一国作到收支平衡，使国际贸易发展受到极大限制。实现经常项目可兑换后，多边贸易和多边清算格局的形成，为国际贸易发展开辟了巨大的空间。20 世纪 90 年代国际贸易得到飞速发展，剔除世界经济增长和世界贸易组织的协调功能等因素的贡献外，经常项目可兑换的直接和间接影响也是重要促进因素之一。

单位：亿美元

年份	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
进口	19717	18933	35476	35458	38053	37068	42905	51183	53525	55174
出口	18968	18194	34250	34213	36562	41693	46693	49693	51728	53378

资料来源：刘洪主编，《国际统计年鉴》，中国统计出版社，1998 年版

此外，经常项目的可兑换将竞争引申至国际市场，使价格机制和市场机制的作用得以顺利发挥，促进资源在全球范围内合理配置。国内外两个价格市场的接轨可正确发挥价格信号在传递比较优势上的作用；同时促进消费者福利改进和为生产者创造有益的竞争环境。1993 年后 IMF 加大力度推行经常项目可兑换，其出发点为顺应经济全球化趋势。而对一个国家来说，接受第八条款无异于摆出了积极参与国际合作和竞争的姿态。

总体而言，学术界对资本项目的自由兑换带来的利益有较为统一的认识，因而在政策的推行中也较为顺利。但这里应特别指出现实存在的一个问题。许多发展中国家出于国情，资本项目的开放往往较为滞后，使得经常项目的开放无疑成为与贸易无关的资本变相进出国门的渠道。其手段一般包括多报进口、少报出口或调整进出口的交易时间表和信贷条件，以及跨国公司的转移价格政策等。这就使得一国政府难于对本国外汇实施管理和调控。哈凯和蒙代尔（1990、1991）、拉西里（1990）等人曾进行过经验估测，证明尽管大多数发展中国家实行严格资本管制，资本的流动性仍然很高。这无疑对只实现了经常项目可兑换的发展中国家加强对资本流动的管理和监控能力提出了严峻的挑战。但从后文的分析可以看出，即使这一组合政策存在这样的漏洞或言监管难度，比较放松资本管制后游资带来的巨大冲击仍为可取之政策。

二 资本项目可兑换的经济效应

对经常项目的开放，无论是理论上还是实践中，对其利弊均有较明确的认同。而对资本项目开放的经济效应则异议较多。既有更为肯定其带来的经济利益的，又有更重视其负面影响的。这与资本项目开放的复杂性及其涉及经济生活的方方面面有关。

归纳众多国内外学者的观点，资本项目实现自由兑换给发展中国家带来的利益主要有：第一，获取金融服务产品专业化带来的收益；第二，使国内金融机构引入外国竞争，激发创新，提高效率；第三，使居民将资产在全球范围内最佳配置，实现多元化，以降低受国内金融和实际部门的冲击；第四，有助于发展中国家重返国际金融市场，降低借款成本；第五，吸引外资，以适应贸易和金融自由化等结构性改革的需要；第六，更多地意识到了资本管制

正趋于失效；第七，试图消除加入国际组织（如国际经济合作组织等）的障碍。

资本项目的开放为外资进入创造了条件的同时，也为资本的流出打开了门户。因而它是一把双刃剑，且其负面效应不应被忽略。从这个意义上讲，即使是已经实现资本项目可兑换的工业化国家，对资本仍实行一定程度的管制，而不是完全意义上的绝对的自由兑换。有鉴于发展中国家国内金融体系不够成熟，对资本项目不予开放或实行较为严格的管制有相当充分的理由：首先，数量性的资本管制和征收交易税可抑制游资和短期资本流动，其流动会导致汇率波动或外汇储备突变，迫使当局放弃宏观经济中期目标；其次，可保证发展中国家将国内储蓄用于国内投资而非购置国外资产，还能限制外国对本国生产资料的控制；最后，可加强当局对金融活动的控制能力，扩大税基，增强课税能力。

以上的背景介绍、历程回顾以及理论阐述使笔者明确，目前货币可兑换问题的焦点集中在货币的资本项目可兑换上，对于发展中国家则更是如此。有鉴于此，本文从第二章开始将把着眼点放在发展中国家资本项目的开放问题上，将视野浓缩到这一货币可兑换领域的关键所在。因而，在后文中，笔者将沿着发展中国家货币资本项目可兑换的经验，顺序为线索展开理论和实证探索。

第二章 国际金融风险普遍存在下发展中国家货币的

资本项目可兑换

I. 引言

货币的资本项目可兑换，作为一国经济和金融自由化的重要组成部分，历来为各国所重视。它在带来经济利益和发展空间的同时，也潜藏着不可忽视的风险。尤其在经济全球化及国际金融风险普遍存在的大背景下，更应全面、辨证地探讨资本项目可兑换及其带来的风险。研究这一问题，无疑对指导我国人民币的可兑换进程有重大意义。

以下的理论和实证分析都是建立在国际金融风险普遍存在的前提条件下的。由于虚拟经济的存在，使得一国经济更容易产生经济泡沫。经济泡沫在一定程度上能促进经济发展，但若过度膨胀，形成泡沫经济，则对整个国民经济产生极大危害，并使金融风险转化为金融危机。“国际金融风险，是指在一定的国际金融制度及国际货币体系下，主要通过各国货币汇率变动而表现出来的作用于一国经济所产生的各种结果的可能性大小，它与国内金融风险一起构成一国所面临的金融风险总体。国际金融风险是国际金融自由化、国际化的必然产物。在当前国际经济形式下，国际金融风险实际指的是在完全信用货币制度及汇率主要由市场调节的条件下，伴随着国际金融不断创新，以国际游资为主体的投机性行为对一国货币、财政、外贸等经济战略可能造成的冲击，一旦这种可能性的冲击变为现实性的冲击，国际金融风险实质上就转化为国际金融危机。因此，国际金融危机是国际金融风险在量上积累到一定程度所发生质变而表现出来的一种形式。”

14

围绕资本项目可兑换的关键所在，是开放资本项目时的顺序、模式和前提条件。即首先是经常项目和资本项目孰先孰后的问题；其次是资本项目开放内部各种资本开放的先后顺序问题；最后要分析资本项目开放的先决和前提条件。不同国家由于国情不同，奉行的理论依据不同，在实现或拟实现资本项目可兑换中所执行的政策也不尽相同，有时甚至截然相反。但无外乎可归属于两类，即渐进型资本项目可兑换和激进型资本项目可兑换。

综观工业化国家货币的资本项目可兑换，都可归结为渐进型一类。不但经常项目可兑换优先于资本项目可兑换，在资本项目可兑换中也循序渐进，而非一次到位。如德国早在 1958 年就开始了资本项目自由化进程，在很短时间内取消了对资本流出的限制，但对资本流入的限制则直至 1981 年才完全取消（源于通货膨胀压力）。而英国、日本、澳大利亚及欧洲大陆的工业化国家大多在 60 年代初期即开始放松资本管制，但几乎都迟至 80 年代甚至 90 年代才完全实现资本项目的可兑换。具体说来，英国完成资本项目可兑换的时间为 1979 年，日本为 1980 年，澳大利亚为 1983 年，新西兰为 1984 年，荷兰为 1986 年，丹麦为 1988 年，法国和瑞典为 1989 年，比利时、卢森堡、爱尔兰、意大利、奥地利、芬兰和挪

¹⁴ 邓力平，郑榕，防范国际金融风险的财税对策，税务研究，1998，6，第 3-4 页

威为 1990 年，葡萄牙和西班牙为 1993 年，希腊为 1994 年，冰岛为 1995 年。¹⁵ 可见，作为一个整体，工业化国家实现资本项目开放的时间几乎整整花了 30 年。

而发展中国家则既有渐进式，也有采用激进式的。既有成功的经验，也有失败的教训。具体情况在本章第三节将做专门叙述。

本章以下是这样安排的：首先做理论分析，从理论高度来阐明一般情况下发展中国家对资本项目的开放应持谨慎和渐进的态度；然后总结发展中国家的实践模式，归纳出实际经验和教训；再以近期的亚洲金融危机为背景，用博弈论和信息经济学的方法推出资本项目可兑换在一般情况下应视为渐进的过程，冒进往往会导致严重后果；最后得出结论，并总结出成功实现资本项目可兑换所需具备的条件。

¹⁵ 张礼卿，资本帐户开放的政策性框架：前提条件、速度和顺序，国际金融研究，1999，11，第 23 页

第二节 理论分析

一 芒德尔—弗莱明 (Mundell—Fleming) 模型

1999 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·A·芒德尔 (Robert A. Mundell) 与国际货币基金组织研究员 J·马可斯·弗莱明 (J. Marcus Fleming) 提出的芒德尔—弗莱明模型, 成为当代国际宏观经济学的一个经典模型, 是开放经济条件下的 IS-LM 模型。

芒德尔和弗莱明分别在 1962 年和 1963 年提出该理论。他们认为, 资本自由流动、货币政策独立性和固定汇率三项目标不可兼得, 即开放经济条件下存在“三元冲突”(trilemma)¹⁶, 也被称作“芒德尔三角”。换言之, 一国政府在这三项目中最多只能同时实现两样。比如说, 若一国政府在维持固定汇率制度的前提下, 想要充分发挥货币政策的调节作用(如假定增加货币供应, 使利率相应下降, 以刺激经济增长), 就必须牺牲资本的流动性。其原因在于, 如果资本项目完全可兑换, 允许资本自由进出, 则国内利率低于国际利率, 利差的存在引致大量资本外逃, 使本国货币面临贬值压力; 但由于实行固定汇率制, 政府有义务维持汇率稳定, 便动用国际储备来平抑汇率贬值压力; 在抛售储备时则回笼了本币, 使货币供应量减小, 利率随之回升, 导致货币政策的效应完全消失。

这一理论敏锐提出了一国经济实现内部均衡和外部均衡之间的矛盾, 为各国政府政策选择提供了理论依据。它曾在 60 年代和 70 年代为许多实施资本管制的国家提供了强有力的理论支持。70 年代后期起, 许多国家逐步放松了对资本项目的管制并在很大程度上因此导致了一系列货币危机, 使货币政策独立性和稳定汇率之间的冲突日益激化。1992-1993 年的英镑、意大利里拉危机、1994 年的墨西哥比索危机和 1997 年的泰国铢危机都充分说明了这种冲突及由此产生的连带反应。

当然, 在 70 年代末布雷顿森林体系瓦解后, 工业化国家大都采取了浮动汇率制, 以此来解决“三角冲突”。但从 70 年代一些国家的政策实践来看, 就算采用浮动汇率制, 资本的完全自由流动也不可取。因为在资本项目开放的前提下, 利率下降会导致本币贬值, 从而提高进口产品的价格, 由于人们心理预期的存在, 最终将反映到国内产品价格的上升上。因而, 许多国家往往偏向于仍然保持一定程度的资本管制以获取货币政策的独立性。

二 金融市场的不完全性

世界银行首席经济学家及斯坦福大学经济学教授斯蒂格里茨 (Joseph E. Stiglitz) 提出金融市场不完全理论。他认为, 金融市场天生不同于其他市场, 其信息更加不完全。金融创新与衍生工具的发展, 欧洲货币市场的繁荣, 各国金融政策之间缺乏协调性, 使投机者可运用手中更为充分的信息和更科学迅速的决策来套利并游刃于政府法律法规的边缘。投资者深谙金融市场存在羊群效应, 即每个人都在猜测别人的想法以决定自己的行为, 并使开放的资本市场“反应过度”(overshoots), 以此为诀窍来进行投机活动, 从而使资本市场更为动荡。据斯蒂格里茨的估算, 过去的 100 多年中, 平均每 10 年就要发生一次市场反应过度, 且这一周期呈缩短趋势。如 1997 年发生亚洲金融危机, 仅 3 年前发生墨西哥比

¹⁶ 管涛, 1999 年诺贝尔经济学奖得主芒德尔经济理论简介, 中国外汇管理, 1999, 11, 第 34 页

索危机，而 1987 年则是美国股票市场爆发黑色星期一。并且，危机爆发后对世界经济的危害和影响也较过去大。

斯氏进一步指出，完全竞争市场的有效性是建立在信息完全充分的基础上的。金融市场天生信息就不完全，如果放任其自由，金融市场不可能深化、有效和繁荣。因而，他极力反对 IMF 将资本项目可兑换纳入其管辖权的作法。因为放任短期资本自由流动，对一个国家的危害，无异于在汪洋大海中划船（rowing boats on an open sea），随时面临灭顶之灾。

从金融市场的不完全性出发来讨论资本项目自由兑换问题，斯氏认为，资本不受管制，未必会象传统理论认为的那样，资本会流向最有效率的生产领域。因此，各国应谨慎采取资本项目自由化的政策措施。哈佛商学院的斯特戈（Bruce Scott）的观点更为极端：“所有国家都应认识到最终都要依靠自身的资金来促进发展，想依赖国际资金的想法是异想天开。”斯氏并不完全赞同斯戈特，但他也赞同一国应依靠自身的储蓄来解决发展所需的大部分资金，并盛赞亚洲的高储蓄率对经济增长的作用，同时也指出，亚洲金融危机从另一个角度来说正说明为受监管的自由资本市场应受谴责。

面对资本自由化加速及危机频发的趋势，许多经济学家都对传统经典理论倡导完全由市场来调剂经济的作法提出质疑，并赞成政府对资本流动实行一定程度的管制。哈佛大学的罗德里克（Rodrick）写了一本批判当前自由市场观念的书：《全球化是否走得太快了》（*Has Globalization Gone Too Far*）。书中说到：“我们需要改变看待国际市场的惯有思维方式。应认识到政府和市场是相辅相成的。很多人认为市场是万能的，做任何事情都比政府高效，这是一种对市场如何运作的极端错误想法。市场需要政府与政府需要市场是同等重要的。”¹⁷

由于对资本管制放松过快而导致的市场失败的最终受害者，按斯氏的话来说，往往是那些不得不忍受失业的工人和从未在国际金融市场上借款的小本商人等。原因是随后实行的紧缩的货币政策和财政政策总是将损失转嫁到这些无辜者身上。

斯氏最后指出，对这些金融市场上投机者的行为，应象对待环境污染者一样，视其为金融市场的污染者，对因其外部负效应引致其他经济主体受损的行为予以经济惩罚。

三 托宾税

有鉴于资本的自由流动所带来的高额成本及损失，1972 年诺贝尔经济学奖得主托宾（James Tobin）提出征收托宾税的观点。他认为应对两种货币的现货兑换交易及远期和套期交易征税，税率为国际统一的，如 1%，以打击投机及保证各国宏观经济政策的有效性。1996 年托宾又修正了该税率，认为不应超过 0.25%，应定在 0.1% 左右较为适宜。所得税款一半由各国留存，一半存至世界银行。但托宾税提出之际恰好是自由市场理论占上风的时候，因而受到强势力反对。并且由于国际金融体系复杂多变及衍生工具的繁杂，使其在实践中难以操作。斯蒂格里茨也认为：“托宾税使投机需付出成本来限制过分投机，但有许多方法可规避该税，如跨国公司通过其子公司在东道国就地借款等行为来规避，使得如何定义资本跨国流动的范畴更加困难。”尽管托宾税从未真正实现过，在推行时的确存在诸多困难，但最近又有许多学者和政策制订者在开始考虑其可行性。因为它的

¹⁷ 转引自 Euromoney, 1998 年第 9 期, Too many risks, too few rewards, 第 72 页

核心思想是正确的，即必须给投机者在车轮底下撒点沙（sand in the wheel），以限制投机及资本过于自由流动给一国经济带来的危害。

从某种意义上讲，对资本项目实行一定程度上的管制，也是托宾税不能实施时的一种替代的次优方案。二者可谓殊途同归。

四 发展中国家的金融深化理论

美国经济学家麦金农（Ronald I. McKinnon）和肖（Edward S. Shaw）于1973年以发展中国家的货币金融与经济发展关系作为分析对象，分别提出“金融抑制论”和“金融深化论”。

麦金农在《经济发展中的货币与资本》一书中，提出“金融抑制论”。该理论的基本论点如下：

第一，发展中国家的各经济市场相互割裂，存在市场不完全现象；第二，发展中国家的资本市场更为不发达，融资渠道不畅；第三，由于发展中国家金融市场受压抑，存款名义利息率与预期通货膨胀率之差不符合市场规律，有时甚至成了负数，这使得人们持有货币进行投资的欲望降低，导致市场出现“金融抑制”现象；第四，发展中国家应通过金融自由化求得资金上的“自助”，不能过分依赖外国资本。

其同事肖也于同年出版了《经济发展中的金融深化》，从金融中介机制得出了相似的结论。

由此，二者共同的政策观点是：一种更有效的经济增长战略，将导源于金融市场的彻底自由化和对外贸易限制的废除。因而，金融市场的自由化是十分必要的。但这一自由化应在不造成过大的社会和经济代价的前提下得以实现。

麦金农进而提出了关于金融深化的次序问题。他认为，第一要务应平衡中央政府的财政，它应优先于金融自由化，应达到消除赤字、物价稳定的目标；第二步再开放国内资本市场，它应与政府在总体上稳定宏观经济工作相适应；最后在国内贸易和国内金融成功自由化后才可从事货币自由化改革。

货币自由化改革也应遵循以下步骤：首先，经常项目的自由兑换应大大早于资本项目的自由兑换。这种作法一方面可统一所有经常项目汇率，避免产生多重汇率；另一方面有利于制定恰当的贸易政策，取消扭曲性的配额和行政控制；其次，资本项目自由兑换是经济市场化次序的最后阶段。如若国内借贷利率处于非均衡状态，通货膨胀严重，过早取消对外资流动的限制，将导致资本外逃或无偿还保证的外债堆积等现象。

麦金农和肖的理论成为发展中国家在七、八十年代加速金融自由化进程的依据。但许多发展中国家在实践中偏重于自由化一面，对金融自由化的渐进性和市场约束重视不够，引致金融风暴乃至金融危机的恶果。九十年代初，麦金农等人对这种现象进行分析，并称之为“过度借贷综合症”。这一点将在以下的实证分析中得到阐述。

第三节 实证分析之一：发展中国实现资本项目

可兑换的模式

在货币资本项目可兑换的实践中，各国采取了不同的方案。有一步到位与渐进之分；有的选取外部经济条件改善之时，有的则在“乱世”行动；有的出于金融深化的目的，有的则另有他图。总结不同国家的实践方案，可见只要是顺应国情，政策协调一般都易取得成功，反之必遭失败结局。以下选取几个有代表性的国家，重现其资本项目自由兑换改革的过程。鉴于分析需要，拟将新兴市场化国家归为发达的发展中国家一类，在此特作一说明。

一 韩国模式

韩国开放资本市场，推动资本项目开放的动因十分单纯：更快加入发达工业化国家俱乐部——经济合作与发展组织（OECD）。美国财政部曾于1996年6月20日提出长达三页的备忘录，要求韩国加快资本项目领域的开放，如允许外商购买韩国政府公债，允许对韩国企业提供短期和长期债务，及允许外商更方便地购买韩国股票等。这种胡萝卜加大棒政策迫使韩国加快了开放步伐。它保留了对购买韩国企业长期投资等的限制，但放开了银行贷款等短期投资市场，而这些短期投资的流动性极强。这一举措在很大程度上导致金融危机的逼近。虽然韩国政府也特别强调了加强金融监管，但制度建设岂是一朝一夕筑就的。这种开放被美国前商务部长和贸易代表坎特称为“建造没有地基的摩天大厦”，倒塌之时危害极大¹⁸。斯蒂格里茨也认为，新兴市场化国家以及发展中国家的这种政策失败（policy failure），也与发达国家出于自身利益，过度推行自由化而不注重监管体系的完善有关。¹⁹

联想到我国的现状，尽管我国政府一直积极努力加入世界贸易组织，却一再强调不将资本市场开放列入谈判议程，表现出了尊重国情、以国民经济大局发展为先的正确的观点，以及政策抉择的独立性。

二 某些小国模式

世界上有一些小国，诸如巴林、卡塔尔、巴哈马等国，抓住有利时机，推行货币兑换的自由化改革，并因此开辟了新的发展空间和发展模式。

70年代美元激烈动荡和石油危机时期，巴林、卡塔尔等产油国大胆放开货币自由兑换，使自己所得石油美元能成为国际资本，在国际金融市场上自由配置，不仅避免美元下跌造成的损失，还能获取投资的利益。从全球范围来看，也有利于全球资本的重新平衡。此外，自由兑换机制还为巴林等成为新兴离岸金融中心创造了条件。这些国家本身就有石油美元，又有宽松的政策条件，得天独厚的优势使越来越不愿受管制的国际游资获得了更好的栖所。

相比之下，巴哈马不是产油国，没有石油美元收入。70年代世界局势动乱（主要是伊朗和阿富汗发生动乱），国际资本需要转移到更安全的地方。巴哈马抓住这一机遇，1973年实行资本项目自由兑换，并开辟了金融自由港，成为另一新兴的欧洲货币市场。

这些国家的经验集中说明了一点，各国应根据国情决定开放货币自由兑换的时机。外部环境恶劣时有时反而是难得的机遇。任何国家的改革和开放都有普遍共性，但也有特殊个性。我们虽不赞成给国际游资提供安乐所，任其肆掠国际金融市场，但这些国家从国情出发，制

¹⁸ 尼古拉斯·克莱斯托福，戴维·桑格，美国是如何使亚洲开放资本市场的，中国外汇管理，1999，6，第18页。

¹⁹ 约瑟夫·斯蒂格里茨，金融危机对银行业监管的启示，中国外汇管理，1999，7，第40页。

定开放进程的思路和经验却值得借鉴。

三 波兰模式

波兰兹罗提的兑换是在经济体制从计划经济转向市场经济转型过程中实现的 其典型性表现在兹罗提的可兑换是在较少前提准备条件下的一次到位的激进作法。

1991年1月1日,波兰将兹罗提大幅度贬值,从1989年底1美元兑换6500兹罗提一下子提为9500兹罗提 这一可兑换仅限于经常项目的可兑换,是新政府休克疗法中的重要组成部分 为避免加剧宏观经济的不稳定,政府对资本项目可兑换实行了严密的控制 从长远来看,这次激进改革确实使宏观经济最终恢复了均衡 但是,后果是牺牲过大,以国内产出降低、失业率升高和人民生活水平降低为代价。

根据国际货币基金组织的研究,一种货币成功实现经常帐户可兑换,应具备以下基本条件:第一,适当的汇率水平;第二,充足的国际清偿手段;第三,合理的宏观经济政策,包括无宏观供给过多的现象;第四,一个能使经济实体既有动力又有能力对市场价格作出反应的环境,且所有大的价格扭曲已被消除。²⁰

而兹罗提在实现自由兑换之前根本不具备或不充分具备上述条件 之所以推行这种激进改革方案,与波兰当时的政治巨变有关 如果对一政局稳定的一般国家而言,这种做法就缺乏现实可行性。

笔者赞同我国经济学家戴乾定所说:“对于一个国家实行货币自由兑换应有的快慢速度,存在不同的观点 一种观点认为,随着经济改革全面铺开,足以建立货币自由兑换的条件时,最好就立即宣告自由兑换,愈快愈好 理由是这样可以尽早给予改革中的经济和企业以国际自由竞争的压力和动力,促进国民经济和各个企业适应新的环境加速改革的进程 同时,这也可以向世人昭示改革开放的决心和政策,尽快地争取到外援和吸引国内外私人投资 这也是赞成“休克疗法”派的观点 另一种观点认为,在实践中,建立货币自由兑换所需的先决条件而且要能持久维持,需要相当长的时间 在不少国家,要建立起第三 第四两个先决条件,往往需要进行经济体制上许多重大的改革 只能在改革过程中逐步创造条件,有步骤地稳步前进,水到渠成 要避免拔苗助长,欲速则不达” “历史的经验证明,绝大多数国家都是走后一种道路。”²¹

资本项目的可兑换可以被看作是比较经常项目可兑换的更高阶段,实现其可兑换所需具备的前提条件还不仅如此 因而,对待资本项目的可兑换态度更应谨慎,一般条件下,冒进的方法则更不可取。以下智利模式更清楚地论述了这一点。

四 智利模式

智利开放资本项目的历程被许多经济学家视为典型模式 其开放过程可分为两大阶段 第一阶段是从1975-1984年失败的阶段;第二阶段是从1985-1996年成功的阶段 从失败到成功的探索,蕴含丰富的经验和教训。

首先回顾第一阶段 当时作为拉美南部国家之一,智利与阿根廷 乌拉圭等国家一起积极推动整个地区的资本项目自由化进程 智利对经常项目和资本项目的开放几乎是同时进行的 1977年7月,它成为IMF第八条款国,实现了经常项目的可兑换 从1974年起,为资本项目开放进行了一系列相关的配套改革 1974年放宽商业银行的利率上限,拉开国内金融自由化的序幕 至1976年完全取消了利率上限 与此同时,智利开始进行财政改革,减少财政支出,

²⁰ 国际货币基金组织不定期刊物第81期,货币兑换与中央计划经济国家的转型,中国金融出版社,国际货币基金组织,1992年版,第9页

²¹ 戴乾定,关于货币自由兑换问题,国际金融研究,1993,2,第12-13页

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库